



دانشگاه صنعتی شریف

دانشکده مدیریت و اقتصاد

پایان نامه کارشناسی ارشد اقتصاد گرایش مالی

بررسی دستکاری قیمتی اوراق بدهی توسط صندوق های درآمد ثابت

نگارش
محمد علی خادم سہی

استاد راهنما
دکتر علی ابراهیم نژاد

این پایان نامه تحت حمایت سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفته است.

(آذر ۱۴۰۱)

بازار اوراق با درآمد ثابت در سال‌های اخیر توسعه قابل توجهی را در کشورمان تجربه نموده است که یکی از مهمترین عوامل توسعه آن، موفقیت صندوق‌های با درآمد ثابت در جذب سرمایه به این بازار بوده است. این صندوق‌ها، با تعهد آشکار یا ضمنی سود ثابت به سرمایه‌گذاران خود فرصت سودآوری جذابی که معمولاً فاصله قابل توجهی با سود سپرده بانکی دارد ارائه می‌کنند. این موضوعات موجب رشد چشمگیر این صندوق‌ها در سال‌های اخیر شده است.^۱ علیرغم پرداخت سود ثابت به سرمایه‌گذاران، بخش عمده دارایی این صندوق‌ها را اوراق با درآمد ثابت (۳۵ تا ۵۰ درصد) و سهام شرکت‌های بورسی (۸ تا ۱۲ درصد) تشکیل می‌دهد که قیمت آنها می‌تواند نوسانات قابل توجهی را تجربه کند. از این رو، صندوق‌ها ممکن است برای حفظ ثبات در ارزش روز واحدهای سرمایه‌گذاری (NAV) خود از طریق دستکاری قیمتی اوراق به هموارسازی بازده خود بپردازند. در این پژوهش، به بررسی وجود پدیده دستکاری قیمتی در اوراق با درآمد ثابت توسط این صندوق‌ها می‌پردازیم.

مقدمه

در سال‌های اخیر و به دنبال گسترش سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران، نهادهای مرتبط با بازار سرمایه نیز گسترش یافتند، به طوری که ارزش معاملات روزانه از ۴۰۰ میلیارد تومان در اسفند ۱۳۹۶ به بیش از ۱۶ هزار میلیارد تومان در مرداد ۱۳۹۹ و ۱۰ هزار میلیارد تومان در شهریور ۱۴۰۱ رسیده است.^۲ این توسعه نه فقط بازار سهام، بلکه بازار اوراق را نیز در بر گرفته است. از یک طرف به دنبال کاهش فروش نفت در سال‌های اخیر و در نتیجه افزایش شدید کسری بودجه، دولت مجبور به تامین کسری بودجه خود از طریق اوراق دولتی شد. این موضوع موجب توسعه قابل توجه بازار اوراق دولتی شد، به طوری که ارزش اوراق منتشره دولتی از حدود ۸۸ هزار میلیارد تومان در پایان سال ۱۳۹۸ با رشد ۱۴۹ درصدی، به حدود ۲۱۹ هزار میلیارد تومان در پایان سال ۱۴۰۰ رسید. اوراق بدهی شرکتی نیز رشد خیره کننده‌ای داشت و از ۷ هزار میلیارد تومان در سال ۱۳۹۸ با رشدی ۳۵۷ درصدی به بیش از ۳۲ هزار میلیارد تومان در سال ۱۴۰۰ رسید که نشان از اهمیت این بازار در تامین مالی شرکت‌ها دارد.^۳ از طرفی همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، ارزش کل خالص دارایی‌های صندوق‌های با درآمد ثابت برابر ۴۴۲ هزار میلیارد تومان می‌باشد.^۴ این یعنی ۸۸ درصد از کل دارایی تحت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری (شامل صندوق درآمد ثابت، صندوق‌های سهامی و صندوق‌های مختلط) در صندوق‌های درآمد ثابت می‌باشد. در نمودار ۱ سهم اوراق و سهام را از کل خالص دارایی صندوق‌های درآمد ثابت مشاهده می‌کنیم. در بازه مورد بررسی به طور متوسط، نزدیک به ۴۰ درصد از دارایی‌ها به اوراق و کمتر از ۱۰ درصد از دارایی‌ها به سهام^۵ تعلق گرفته است.

^۱ ارزش کل خالص دارایی‌های صندوق‌های با درآمد ثابت در پایان مهرماه ۱۴۰۱ به ۴۸۴ هزار میلیارد تومان رسید.

^۲ Tse.ir/archive.html

^۳ Cbi.ir

^۴ <https://www.seo.ir>

^۵ سهام شامل حق اختیار معامله و حق تقدم سهام می‌باشد

جدول ۱: ارزش کل خالص دارایی صندوق ها در خرداد ۱۴۰۱

صندوق های سرمایه گذاری	ارزش کل خالص دارایی (هزار میلیارد تومان)	درصد از کل خالص دارایی صندوقها
صندوق با درآمد ثابت	۴۴۳	۸۷.۵
صندوق سهامی	۶۱	۱۲
صندوق مختلط	۲	۰.۵
کل	۵۰۵	۱۰۰

منبع: بورس اوراق بهادار تهران

با وجود دستورالعمل ها و سایر قوانینی که با هدف جلوگیری از دستکاری قیمتی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار ابلاغ شده اند، پژوهشی در خصوص دستکاری قیمتی در بازار اوراق توسط صندوق ها صورت نگرفته است. عمده ی پژوهش های صورت گرفته بر مبنای بازدهی غیر عادی سهام بوده است. پژوهش حاضر به طور خاص سراغ دستکاری قیمتی در بازار اوراق می رود و با استفاده از اطلاعات مالی صندوق ها تلاش می شود که دلیل این دست کاری قیمتی تفسیر شود.

مرور ادبیات

قدرت مدیران صندوق ها در ارزش گذاری اوراق غیر نقد^۱ و محاسبه بازدهی پرتفو ها متناسب با صلاح دید خود، مشابه قدرت انتخاب مدیران عامل در محاسبه ی درآمد است. هم مدیران صندوق و هم مدیران عامل، انگیزه ی بسیاری در گزارش عملکردی چشمگیر دارند. مشاهدات گراهام، هاروی و راجگوپال (۲۰۰۵) نشان می دهد که مدیران عامل معتقدند مهم ترین بازخوردی که افراد بیرونی از یک شرکت می گیرند همانا درآمد و بازدهی آن شرکت است. شرکت های با ثبات در رشد درآمد با قیمت بالاتری معامله می شوند در حالیکه شرکت هایی که ناتوان در محقق نمودن پیش بینی ها هستند با کاهش ارزش مواجه می شوند. مدیران صندوق ها از گزارش سودهای بالا بهره مند می شوند: قراردادهای استاندارد مشوق مدیران تا ۲۰ درصد از سود صندوق را پوشش می دهد و در کل رابطه مثبتی که بین بازدهی مثبت صندوق و جریان نقد ورودی به آن وجود دارد، مدیر را تحت فشار قرار می دهد تا گزارش زیان ماهانه ی متناوبی نداشته باشد.

مشاهدات برک و گرین (۲۰۰۴) نشان می دهد که ارتباط مثبت و معنی داری میان بازدهی صندوق سرمایه گذاری و جریان نقد ورودی به آن وجود دارد. مشاهدات وارین و سیگل (۲۰۰۶) نیز نشان می دهد که بسیاری از سرمایه گذاران نهادی به دنبال استراتژی بازدهی مطلق^۲ هستند که طی آن انتظار بازدهی مثبت (هرچند اندک) در هر شرایط بازاری را دارند. این افراد حساسیت بالایی به بازدهی منفی دارند و

^۱ Illiquid securities

^۲ Absolute return

با وجود بازدهی تجمعی خوب، ممکن است یک بازدهی منفی ماهانه منجر به عکس‌العمل شدید این گونه سرمایه‌گذاران بشود.

پدیده هموارسازی درآمد یک پدیده غیر قانونی است و به خاطر انگیزه بالای آن بسیار مورد اهمیت است. به بیان دقیق‌تر مدیریت با اثرگذاری بر قیمت اقدام به مدیریت درآمد می‌کند. بر همین اساس می‌تواند بر ارزش خالص دارایی نیز اثرگذار باشد و یکی از عوامل نتیجه‌گیری برای سرمایه‌گذاران را دچار تناقض کند. (بولن و پول، ۲۰۰۸) پدیده هموارسازی سود نشان‌دهنده مهارت مدیریت نیست. نتایج بررسی بیان می‌کند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری که اقدام به تغییر مصنوعی درآمد کرده‌اند، در آینده دچار افت قابل توجهی در عملکرد خود میشوند (بولن و پول، ۲۰۰۸)

قوانین حاکم بر صندوق‌های با درآمد ثابت

سازمان بورس همواره حد نصابی برای سهم دارایی‌های مختلف در پرتفوی صندوق‌های درآمد ثابت تعیین می‌کند.

به عنوان مثال در آخرین تصمیم‌گیری آن سازمان و طبق ابلاغیه اسفند سال ۱۳۹۹ آمده است:

جدول ۲: نصاب سرمایه‌گذاری صندوق‌های با درآمد ثابت. شماره ابلاغیه ۱۲۰۲۰۱۸۲-۱۳۹۹/۱۲/۰۳

حدنصاب ترکیب دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری "در اوراق بهادار با درآمد ثابت"		
ردیف	موضوع سرمایه‌گذاری	توضیحات
1	اوراق بهادار با درآمد ثابت، گواهی سپرده بانکی و سپرده بانکی	حداقل ۷۵٪ از کل دارایی‌های صندوق
۱-۱	اوراق بهادار با درآمد ثابت دارای مجوز انتشار از طرف سازمان بورس و اوراق بهادار یا ارکان بازار سرمایه، اوراق بهادار با درآمد ثابت منتشره توسط دولت و اسناد خزانه	حداقل ۴۰٪ از کل دارایی‌های صندوق
۱-۲	اوراق بهادار با درآمد ثابت منتشره از طرف یک ناشر	حداکثر ۴۰٪ از کل دارایی‌های صندوق
۱-۳	اوراق بهادار با درآمد ثابت تضمین شده توسط یک ضامن	حداکثر ۳۰٪ از کل دارایی‌های صندوق
۱-۴	اوراق بهادار با درآمد ثابت منتشره توسط دولت یا تضمین سازمان برنامه و بودجه کل کشور	حداقل ۲۵٪ از کل دارایی‌های صندوق
۱-۵	اوراق بهادار با درآمد ثابت بدون ضامن و با رتبه اعتباری قابل قبول	حداکثر ۱۵ درصد از ارزش کل دارایی‌های صندوق و مشروط بر اینکه حداکثر ۵ درصد از کل دارایی‌های صندوق، در اوراق بهادار منتشره از طرف یک ناشر سرمایه‌گذاری گردد
۱-۶	گواهی سپرده بانکی و سپرده بانکی	حداکثر ۴۰٪ از کل دارایی‌های صندوق
2	سهام، حق تقدم سهام و قرارداد اختیار معامله سهام پذیرفته شده در بورس تهران یا بازار اول و دوم فرابورس ایران و گواهی سپرده کالایی پذیرفته شده نزد یکی از بورس‌ها و واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری	حداکثر ۲۰٪ از کل دارایی‌های صندوق
۲-۱	سهام و حق تقدم سهام منتشره از طرف یک ناشر	حداکثر ۵٪ از سهام و حق تقدم سهام منتشره ناشر
۲-۲	سهام و حق تقدم سهام منتشره از طرف یک ناشر و قرارداد اختیار معامله همان سهام	حداکثر ۵٪ از کل دارایی‌های صندوق
۲-۳	سهام، حق تقدم سهام و قرارداد اختیار معامله سهام طبقه بندی شده در یک صنعت	حداکثر ۵٪ از کل دارایی‌های صندوق
۲-۴	اخذ موقعیت خرید در قرارداد اختیار معامله سهام	حداکثر ۵٪ از ارزش روز سهام و حق تقدم سهام صندوق
۲-۵	اخذ موقعیت فروش در قرارداد اختیار معامله خرید سهام	حداکثر به تعداد سهام پایه موجود در پرتفوی مجاز سرمایه‌گذاری صندوق در سهام
۲-۶	سرمایه گذاری در گواهی سپرده کالایی پذیرفته شده نزد یکی از بورس‌ها	حداکثر ۵٪ از کل دارایی‌های صندوق
3	واحدهای سرمایه‌گذاری "صندوق‌های سرمایه‌گذاری"	حداکثر ۵٪ از کل دارایی‌های صندوق و تا سقف ۳۰٪ از تعداد واحدهای صندوق سرمایه‌پذیر که نزد سرمایه‌گذاران می‌باشد.

۴-۱ تعیین اوراق مورد بررسی

برای بررسی فرضیه دستکاری قیمتی اوراق با هدف بهبود بازدهی صندوق، در گام اول نیازمند تعیین داده‌هایی هستیم که قرار هست بررسی شوند. از آنجا که دستکاری هر ورقه اقدام یک صندوق در جهت بهبود گزارش بازدهی ماهانه است، تنها به سراغ اوراقی می‌رویم که یک صندوق دارای قدرت دستکاری قیمتی باشد و مبنای آن را مالکیت بالای ۵۰ درصدی صندوق در ورقه‌ی مذکور قرار می‌دهیم. از سوی دیگر، سهم کمتر از ۲ درصدی ورقه در پرتفوی صندوق را مانع از آن می‌دانیم که صندوق را به دستکاری قیمتی ترغیب نماید. به این ترتیب نیازمند فروض زیر هستیم تا اوراقی را که پتانسیل دستکاری قیمتی دارند از سایر اوراق تفکیک کنیم:

1. هر اوراقی که مالکیت بالای ۵۰ درصد آن در اختیار یک صندوق با درآمد ثابت باشد.
2. سهم ورقه مذکور در سبد صندوق با درآمد ثابت بالاتر از ۲ درصد باشد.

این دسته از اوراق را اوراق دارای پتانسیل دستکاری قیمتی^۱ یا به اختصار “BCM” می‌نامیم. لازم به ذکر است که برای تحلیل مقدار اعتبار نتایج^۲، این فروض تغییر می‌کنند.

جدول ۳: تعداد صندوق‌ها و اوراق مورد بررسی در پژوهش

کل	اوراق با نسبت NAV بالای ۲ درصد	اوراق با مالک دارای حداقل ۵۰ درصد	هم مالکیت بالای ۵۰ درصد و هم نسبت بالای ۲ درصد	
۱۹۷۵۳	۵۳۲۶	۷۴۲	۴۴۳	تعداد
۷۴	۷۲	۲۲	۲۱	تعداد صندوق
۲۰۲	۱۷۷	۷۲	۵۶	تعداد اوراق یکتا
–	۲	۵۰	–	کمترین
–	۶۹	۱۰۰	–	بیشترین

¹ Bonds that Could be Manipulated

² Robustness Check

۴-۲ مدل سازی شیوه دستکاری قیمتی اوراق توسط صندوق

۴-۲-۱ شناسایی دستکاری قیمتی از طریق قیمت منصفانه

برای شناسایی دستکاری قیمتی، فرضیه این است که صندوق در شرایطی که بازدهی از مقدار تضمین شده فاصله می گیرد، از طریق دستکاری قیمتی اوراق بدهی تحت مالکیت خود، اقدام به بهبود بازدهی گزارش شده می نماید.

. از آنجا که دستکاری قیمتی اوراق، خود را در تفاوت معنادار بازده تا سررسید (YTM) با سایر اوراق نشان می دهد، می توان فاصله YTM هر ورقه از YTM میانه همه ی اوراق در آن ماه را مبنایی برای اوراق دستکاری شده قرار داد.

با استفاده از فروض فوق، می توان بازدهی صندوق را به صورت معادله (۱) نوشت:

$$R_{fund\ j,t-not\ manipulated} = R_{fund\ j,t-manipulated} + diffreturn_{j,t} \quad (1)$$

که در آن، $diffreturn_{j,t}$ شاخصی از مقدار دستکاری، $R_{fund\ j,t-manipulated}$ بازدهی گزارش شده و $R_{fund\ j,t-not\ manipulated}$ شاخصی از بازدهی واقعی صندوق می باشد.

در حالیکه هم بستگی بین دو متغیر $diffreturn_{j,t}$ و $R_{fund\ j,t-manipulated}$ تقریباً برابر صفر می باشد، می توانیم از رابطه (۲) برای بررسی اثر بازدهی واقعی بر مقدار دستکاری قیمتی استفاده کنیم.

$$diffreturn_{j,t} = a_j + c_t + b \cdot R_{fund\ j,t-not\ manipulated} + \varepsilon_{j,t} \quad (2)$$

داریم:

جدول ۱: رابطه بازدهی ناشی از دستکاری قیمتی (diffreturn) و بازدهی واقعی صندوق (return not manipulated)

VARIABLES	diffreturn
$R_{fund-not\ manipulated}$	0.516*** (0.0449)
Constant	-0.733** (0.369)
Observations	258
R-squared	0.751
Standard errors in parentheses	
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1	

مشاهده می‌شود که میزان بازدهی واقعی، ۷۶ درصد قدرت توضیح دهندگی مقدار دستکاری قیمتی صورت گرفته را دارد. و معادله آن به این صورت است:

$$diffreturn_{j,t} = -0.73 + 0.52 \times R_{fund\ j,t-not\ manipulated} \quad (3)$$

$$\gggg diffreturn_{j,t} = 0.52 \times (R_{fund\ j,t-not\ manipulated} - 1.4) \quad (4)$$

معادله ۴ بیان می‌دارد که گویی بازدهی ماهانه مطلوب برای صندوق‌ها چیزی حدود ۱.۴ درصد است، یعنی ۱۸ درصد سالیانه که معادل سود سپرده بانکی است. هرچه بازدهی واقعی از این مقدار فاصله می‌گیرد، صندوق اقدام به دستکاری قیمتی بیشتری می‌کند.

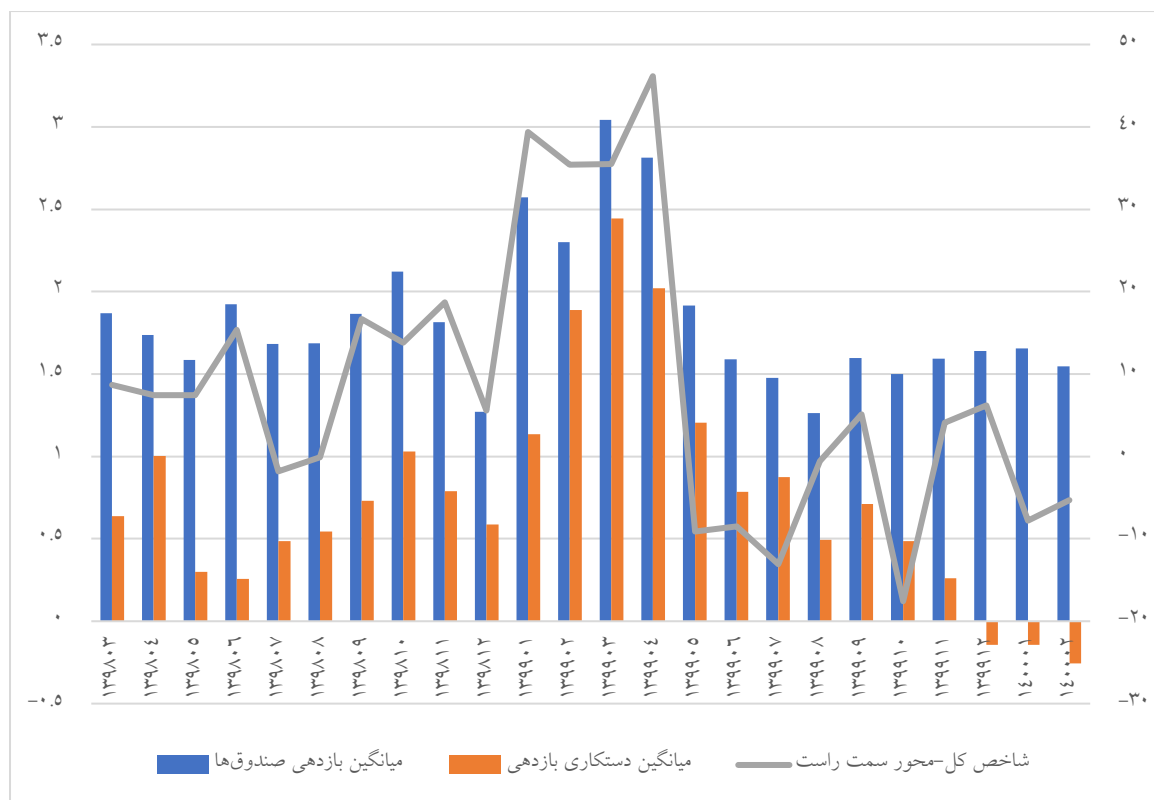
۲-۲-۴ شناسایی دستکاری قیمتی از طریق بازدهی بورس

می‌دانیم که در بازه ۲۴ ماهه مورد بررسی با وجود نوسان اندک YTM اوراق بازدهی شاخص کل، به عنوان معیاری از بازدهی سهام موجود در سبد صندوق‌ها، در این بازه زمانی از مثبت ۴۶ درصد تا منفی ۱۹ درصد ماهانه، در نوسان بوده است.

بنابراین با اندکی محاسبه، می‌توان مقدار متوسط دستکاری قیمتی صندوق‌ها را به صورت تابعی از بازدهی شاخص بورس (در زمان t) محاسبه نمود. بنابراین خواهیم داشت:

$$\frac{1}{n} \sum_j diffreturn_{j,t} := Y = a + b \cdot R_{TSE-index\ t} + \varepsilon_{j,t} \quad (5)$$

با استفاده از معادله ۵، می‌توانیم سری زمانی سه متغیر با اهمیت را در نمودار ۱۴ مشاهده کنیم. این نمودار به روشنی نشان می‌دهد که با افزایش بازدهی ماهانه بورس، میانگین بازدهی گزارش‌شده صندوق‌ها نیز افزایش یافته است؛ اما به طور همزمان شاهد افزایش دستکاری در بازدهی صندوق‌ها هم هستیم. در واقع همزمان با اینکه بازدهی صندوق‌ها بالا رفته است، انگیزه بالایی در کمتر نمایش دادن بازدهی صندوق وجود دارد. گو اینکه این دستکاری به عنوان ذخیره‌ای برای ماه‌های بعد (که بازدهی بورس کاهش شدید یافته) منظور می‌گردد. همان‌طور که در نمودار ۱ مشاهده می‌شود با کاهش بازدهی ماهانه بورس و شروع روند نزولی، مقداری دستکاری کاهش یافته تا آنجا که در پایان سال ۱۳۹۹ منفی می‌شود (جهت دستکاری تغییر کرده است)؛ یا به بیانی دیگر، ذخیره تمام گشته است.



همچنین مشاهده می‌شود که افزایش بازدهی بورس به عنوان شاخصی از افزایش بازدهی دارایی سهام صندوق، به طرز معناداری منجر به افزایش میانگین دستکاری قیمتی صندوق‌ها می‌گردد. به این صورت که با هر ۱۰ واحد درصد افزایش بازدهی بورس، به طور میانگین حدود ۰.۳ درصد دستکاری در بازدهی صندوق‌های دارای BCM در جهت کاهش بازدهی صندوق صورت می‌گیرد.

۴-۲-۳ شناسایی دستکاری قیمتی از طریق تغییرات قیمت هر اوراق نسبت به ماه گذشته در بخش پیشین با استفاده از فرض اساسی مشابهت بالای اوراق مختلف، مبنای دستکاری قیمتی را مقدار میانه YTM قرار دادیم. در این بخش اما، تغییر فاصله از مقدار میانه YTM را مبنای دستکاری قیمتی قرار می‌دهیم. تعریف می‌کنیم:

$$ytm\ return = (YTM_{j,t} - YTM_{med,t}) - (YTM_{j,(t-1)} - YTM_{med,t-1}) \quad (6)$$

صندوق در زمانی که بازدهی بخش فاقد BCM در محدوده‌ای غیر قابل قبول باشد، می‌تواند از طریق دستکاری BCM اقدام به بهبود گزارش بازدهی خود نماید. این نوع دستکاری را می‌توانیم با $ytm\ return$ تشخیص دهیم. بنابراین معادله مشخصه به این صورت خواهد بود:

$$ytm\ return_{i,j,t} = a_j + b \times R_{fund\ but\ BCM\ j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (7)$$

رابطه ۷ بیان می‌دارد در صورتیکه بازدهی بخش فاقد BCM در محدوده‌ای غیر قابل قبول باشد، از طریق دستکاری BCM صندوق می‌تواند بازدهی گزارش شده خود را بهبود بخشد. برای بررسی این رابطه داریم:

جدول ۲: رابطه دستکاری قیمتی اوراق ($ytm\ return$) و بازدهی سایر بخش صندوق ($R_{fund\ but\ BCM}$)

VARIABLES	ytmreturn
$R_{fund\ but\ BCM}$	0.66*** (0.25)
Constant	-1.6 (1)
Observations	435
R-squared	0.75
Standard errors in parentheses	
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1	

جدول ۲ نشان می‌دهد، به ازای هر واحد (افزایش/کاهش) بازدهی بخش غیر BCM در ماه، هر BCM آن به طور میانگین ۰.۷ واحد درصد (افزایش/کاهش) $ytm\ return$ را تجربه می‌کند که معادلاً به معنای (سرکوب/حباب) قیمتی آن می‌باشد.

۴-۳ نتیجه‌گیری و جمع‌بندی

مشاهده کردیم که صندوق‌ها برای کاهش نوسانات بازدهی گزارش شده و نیز دستیابی به حداقل سود تضمین شده، اقدام به دستکاری بازدهی گزارش‌شده‌ی ماهانه می‌کنند. این دستکاری از طریق مجموعه‌ای از اوراق صورت می‌پذیرد که صندوق علاوه بر آنکه به واسطه مالکیت بالا امکان دستکاری آن اوراق را دارد، به دلیل اهمیت آن اوراق در پرتفوی صندوق، تغییر قیمت‌شان اثر قابل توجهی در پرتفوی صندوق بر جای خواهد گذاشت. مشاهده شد که با افزایش درصد مالکیت صندوق در اوراق، میزان این دستکاری افزایش می‌یابد.

همچنین نشان دادیم، متناسب با بازدهی بورس، مقدار این دستکاری تغییر می‌کند. به این صورت که با هر ۱۰ درصد بازدهی مثبت بورس، صندوق‌ها به گونه‌ای اقدام به دستکاری اوراق خود می‌کنند که به طور میانگین، ۰.۳ درصد، بازدهی ماهانه خود را کمتر گزارش نمایند.

همچنین مشاهده شد که مطابق انتظارات، سرمایه‌گذاران، به صورت کاملاً عقلایی، می‌توانند تشخیص بدهند که کدام صندوق بازدهی واقعی بالاتری داشته است و به این ترتیب سرمایه‌گذاری بیشتری در صندوق‌های با بازدهی واقعی بالاتر صورت بگیرد. به ازای هر یک درصد دستکاری بازدهی صندوق، به طور متوسط، به اندازه ۲.۳ درصد ارزش خالص دارایی صندوق، نقدینگی جذب صندوق شده است.

بازه‌ی دو ساله‌ی مورد بررسی این پژوهش بر نوسان‌ترین روزهای بازار بورس را شامل می‌شود. از بازدهی ۴۶ درصدی تیرماه ۱۳۹۹ تا بازدهی ۱۸- درصدی دی ماه همان سال. نوسان بالای بازدهی بورس در این ماه‌ها، در کنار حضور صندوق‌هایی با درآمد ثابت موجب می‌شد تا پول بین این صندوق‌ها و سهام همواره در حرکت باشد. مهمترین چالش این صندوق‌ها را از یک سو تضمین حداقل سود (به دلیل رقابت با بانک‌ها) و از سوی دیگر عقب‌نماندن از بازدهی بازار بورس تشکیل می‌داد. این که صندوق درآمد ثابت حتی در ماه‌های نزولی بورس بتواند بازدهی مناسبی را به سرمایه‌گذاران بدهد، موضوعی بود که می‌توانست انگیزه صندوق‌ها در دستکاری بازدهی‌ها را افزایش دهد. و همانطور که مشاهده شد، صندوق‌ها اقدام به دستکاری قیمتی برخی از اوراق نمودند تا بتوانند بازدهی تضمین شده را در شرایط مختلف کسب کنند. البته این دستکاری به دور از چشمان سرمایه‌گذاران نمی‌ماند و آن‌ها با تشخیص دستکاری بازدهی سرمایه‌ی خود را به گونه‌ای تخصیص دادند که بیشترین بازدهی را کسب کنند. در این حین اما بیشترین زیان را سرمایه‌گذارانی متقبل شدند که یا هنگام دستکاری بازدهی این صندوق‌ها به سمت پایین و قبل از نمود بازدهی در ماه‌های بعد، از آن صندوق‌ها خارج شدند و یا هنگام دستکاری بازدهی به سمت بالا (حباب) واحدهای این صندوق‌ها را خریداری نمودند.

این اقدام صندوق‌ها بر اساس متن ماده ۴۶ قانون اوراق بهادار، جرم بوده و نیازمند برخورد قانونی می‌باشد.